

保险行业深度研究报告

险资配置思路与入市考量

- ❑ **险资配置基本框架：中长期的战略资产配置（SAA）和战术资产配置（TAA）相结合。**针对不同时间维度，保险公司资产配置思路可以分为三层，降序依次为：战略资产配置（SAA）、动态资产配置（DAA）、战术资产配置（TAA）。实践层面，国内大部分保险公司主要做的是SAA和TAA。
- ❑ **制定SAA的三步骤：确定整体方案、在整体方案的框架下确定各产品投资账户的配置方案、使用长期动态模拟验证方案有效性。**（1）利用马科维兹或其他模型，使用偿付能力充足率作为衡量整体风险的核心指标，确定公司整体战略资产配置备选方案，并采取多指标综合打分体系筛选方案。（2）在整体方案基础上，结合负债特征对各产品投资账户进行资产配置。（3）根据各大类资产跨周期经济假设产生未来长期的随机经济情景，并输入资产负债联动模型，完成对投资收益、资产负债、利润等关键指标的模拟，从而验证方案的有效性。
- ❑ **TAA主要内容：上一投资期运作回顾、宏观经济和 market 分析、战术资产配置确定、风险测量、调整方案。**战术资产配置方案是对大类资产的二级配置进行确认，根据宏观经济与市场分析决定高配/低配/标配某类资产。与SAA保持一致，TAA亦强调对风险的控制，突破上限反映方案过于激进，而突破下限则意味着投资不足。一般而言，由于险资对于安全性的要求较高，原则上会多配置低波动资产，少配置高波动资产。
- ❑ **保险资金配置主要有三个方向：（1）利率敏感性较低且不受公允价值波动影响的资产；（2）利率敏感性较高且以公允价值计量的资产；（3）利率敏感性较低但以公允价值计量的资产，目的在于获取超额收益。**大类资产配置上，行业与上市公司均主要配置固收类资产，其中以债券作为主要构成。过去非标作为增厚收益的手段之一，但在“资产荒”背景下或面临非标转标，预计部分资金将增配权益类资产。
- ❑ **险资权益配置尚有提升空间，高股息、低估值、低波动、高roe资产或受险资青睐。**险资当前权益类资产配置较监管上限仍有一定提升空间，但在新准则下更多的权益类资产以FVTPL计量，加剧报表波动，一定程度上限制了险资权益配置。但同时，通过指定FVOCI或者权益法计量，可以一定程度上规避持有标的公司股价波动对报表的影响，熨平报表波动。我们认为，新准则背景下，高股息、低估值、低波动、高roe资产有望受到险资青睐，煤炭、银行、石油石化等板块或受险资增配。
- ❑ **投资建议：红利热潮中，险企既是资金方，亦为高股息标的池重要一员。**我们认为，上市公司预计将积极响应“提质增效重回报”，红利资产将保持一定热度，推荐基本面稳健的高股息品种中国太保；若宏观经济复苏加速、地产风险显著化解，建议关注中国平安。看好后期市场明显回暖后弹性品种表现，推荐新华、国寿。中国财险仍可作为防御性的投资选择，同时可关注中国人保，且长期来看，高股息+稳定市占率+逐步完善的风险管理体系，攻守兼备。
- ❑ **风险提示：监管政策变动、长期利率持续下行、权益市场震荡、地产风险上行**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）	评级
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	
中国人寿	28.64	0.83	1.38	1.60	34.60	20.68	17.93	1.86	推荐
中国太保	22.67	3.13	3.75	4.21	7.25	6.04	5.38	0.74	推荐
中国人保	5.08	0.63	0.82	0.90	8.11	6.19	5.66	0.86	推荐
新华保险	30.66	4.05	5.30	6.33	7.58	5.79	4.84	0.80	推荐
中国平安	40.90		6.69	7.46		6.11	5.48		强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2024年3月26日收盘价

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：徐康

电话：021-20572556

邮箱：xukang@hcyjs.com

执业编号：S0360518060005

联系人：陈海椰

邮箱：chenhaiye@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	6	0.00
总市值(亿元)	21,049.49	2.41
流通市值(亿元)	14,473.14	2.12

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-6.0%	-16.4%	-7.4%
相对表现	-8.6%	-12.4%	4.6%



相关研究报告

《保险行业月报（2024年2月）：人身险恢复增长动能，产险分化——上市险企2月保费数据点评》

2024-03-17

《保险行业月报（2024年1月）：开门红新规下人身险“四降一升”，产险景气度上行——上市险企1月保费数据点评》

2024-02-23

《保险行业重大事项点评：监管重申“报行合一”，长期看好银保渠道价值提升》

2024-01-28

投资主题

报告亮点

本篇报告从险资配置的基本框架出发，从思路上理解配置动作。在此基础上深入讨论新准则下险资权益配置的考量与约束，并通过对高股息策略及近期险资举牌的解读，讨论险资进一步配置的方向。最后提出险企既是资金方也是高股息标的池重要一员的观点，建议把握红利资产配置热度。

投资逻辑

险资配置遵循自上而下的思路，在 SAA 基础上进行 TAA，强调风险约束下实现最低投资目标。从配置作用进行划分，保险资金主要有三个方向：（1）利率敏感性较低且不受公允价值波动影响的资产；（2）利率敏感性较高且以公允价值计量的资产；（3）利率敏感性较低但以公允价值计量的资产，目的在于获取超额收益，以权益类资产为主。

当前行业与上市公司权益配置均尚存提升空间，但增配受负债端匹配、偿付能力约束、报表波动以及业绩考核等多因素约束。长期持有高股息资产获取稳定现金流，指定为 FCOCI 能够熨平权益配置对报表波动的影响，契合险资需求。此外，通过举牌并以权益法核算长股投（持股 20-50%）或使用 FVOCI 计量（持股 5-20%），也能够一定程度规避股价波动对报表的影响。因此，我们预计新准则背景下，高股息、低估值、低波动、高 roe 资产有望受到险资青睐，煤炭、银行、石油石化等板块或受险资增配。

险企既是资金方，也是高股息标的池重要一员。横向比较，保险板块具备高股息、低估值、低波动特征，同时主要上市险企基本面稳健、历年分红稳定。看好红利热潮中保险板块的投资价值，推荐中国太保；若宏观经济复苏加速、地产风险显著化解，建议关注中国平安的机会。后续市场回暖情况下，推荐弹性品种新华、国寿。中国财险仍作为防御性投资选择，同时可关注中国人保，长期来看高股息+稳定市占率+逐步完善的风险管理体系，攻守兼备。

目 录

一、保险资金配置基础框架	5
(一) 险资配置的整体思路: SAA 与 TAA 结合	5
(二) 战略资产配置 (SAA)	5
(三) 战术资产配置 (TAA)	6
二、保险行业大类资产配置现状	7
三、险资权益配置的考量与约束	9
(一) 权益资产类别与会计计量方式	9
(二) 怎么看险资举牌?	11
(三) 怎么看高股息策略?	13
四、投资建议	15
五、风险提示	17

图表目录

图表 1	战略资产配置 (SAA) 与战术资产配置 (TAA) 对比	5
图表 2	保险资金运用余额与配置情况 (亿元)	7
图表 3	上市险企固收类配置比例情况	8
图表 4	上市险企权益类配置比例情况	8
图表 5	上市险企债券配置比例情况	8
图表 6	上市险企投资资产中固收类及其债券配置情况 (2023H1)	8
图表 7	上市险企非标资产投资占比变化情况	9
图表 8	综合偿付能力充足率对应的权益配置比例上限规定	9
图表 9	上市险企权益类资产结构 (2023H1)	10
图表 10	上市险企股票投资计量方式 (2023H1)	10
图表 11	新金融工具准则金融资产分类解读	11
图表 12	人身险公司保护投资款新增交费 (YTD) 同比增速变化情况	11
图表 13	险资 2015 年至今历年举牌次数	11
图表 14	险资 2015 年至今历年举牌不完全统计	12
图表 15	申万一级行业 (2021) 股息率、市净率、ROE、年化波动率特征	13
图表 16	保险资金股票与基金投资占比变化情况	14
图表 17	上市险企股票与基金投资占比变化情况	14
图表 18	2023 年行业板块市场年度股息率	14
图表 19	近五年行业板块市场年度股息率情况	15
图表 20	A 股保险板块个股 2022 年股息率	16
图表 21	H 股保险板块个股 2022 年股息率	16
图表 22	2018-2022 年上市内资险企年度现金分红比例 (%)	16
图表 23	人身险标的 PEV 估值表现 (截至收盘日 2024/3/20)	17
图表 24	财产险标的 PB 估值表现 (截至收盘日 2024/3/20)	17

一、保险资产配置基础框架

（一）险资配置的整体思路：SAA 与 TAA 结合

保险公司资产配置的整体思路：中长期的战略资产配置（SAA）和战术资产配置（TAA）相结合。针对不同时间维度，保险公司资产配置思路可以分为三层，降序依次为：战略资产配置（SAA）、动态资产配置（DAA）、战术资产配置（TAA）。实践层面，国内大部分保险公司主要做的是 SAA 和 TAA。

战略资产配置基于中长期视角（3-5 年）考虑各类资产的风险收益特征，并制定大类资产配置方案。在战略资产配置的研究框架下，认为在较长时间区间（5-10 年）内，各类资产的投资收益将回归均值水平，短期的市场波动仅仅是噪音而已。战略资产配置与精算假设相关性较强，操作方法简要概括是在一定风险限额内，通过量化分析与定性判断，寻找大类资产配置方案的最优解。其制定频率一般是 1-3 年，并基于宏观经济与市场变化每年进行重新评估。

战术资产配置基于短期视角（1 年）考虑大类资产内部的二级配置，结合中短期（1-3 年）风险收益特征与市场判断，超配或者低配某类资产。战术资产配置考虑因素主要包括负债端年度收益目标和资产端市场预判两方面，其中负债端产品结构与偿付能力等因素对投资标的范围进行约束，而资产端主要考虑宏观经济与资本市场情况。战术资产配置的制定与重新评估更动态化，制定频率一般是 1 年或半年，逐季度进行策略前瞻，并在季度内根据市场变化随时调整。季度执行方案的负债端不过多考虑年度收益目标，而更多侧重于资金紧度，例如委托方资金即保费的流入流出情况。

图表 1 战略资产配置（SAA）与战术资产配置（TAA）对比

	战略资产配置（SAA）	战术资产配置（TAA）
时间维度	3-5 年	1 年
配置对象	大类资产	大类资产内部的二级配置
制定频率	1-3 年，年度重估	1 年或半年，季度前瞻，根据市场变化随时调整。
主要思路	考虑各类资产的风险收益特征（5-10 年），在一定风险限额内，通过量化分析与定性判断，寻找大类资产配置方案的最优解。	结合中短期（1-3 年）风险收益特征与市场判断，超配或者低配某类资产。主要考虑负债端年度收益目标和资产端市场预判两方面，其中负债端产品结构与偿付能力等因素对投资标的范围进行约束，而资产端主要考虑宏观经济与资本市场情况。

资料来源：华创证券整理

（二）战略资产配置（SAA）¹

战略资产配置对保险公司有四方面的意义：产品定价、资本管理、TAA 制定、业绩归因。战略资产配置考虑保险公司的精算假设，关注资产负债管理的联动性，因此对于新产品的定价开发能提供投资收益、风险等方面的参考。由于战略资产配置一般以偿付能力作为衡量风险的核心指标，在偿二代二期框架下 SAA 亦能帮助公司进行资本管理。

从执行层面，制定一个战略资产配置计划可以划分为三个步骤：确定整体方案、在整体方案的框架下确定各产品投资账户的配置方案、使用长期动态模拟验证方案有效性。

¹ 本节主要参考《基于偿付能力的寿险资金战略资产配置》，作者邓斌,王奕渲,丁豪等

1) 第一步：确定公司整体战略资产配置方案

正如险资在 SAA 的基础上进行 TAA，遵循自上而下的思路，战略资产配置方案的决策也先确定整体战略资产配置方案，再对不同子账户进行调配。不采用自下而上的原因主要包括两方面：子账户最优解的加总不一定带来整体方案的最优解，以及多个子账户寻找资产配置方案最优解的过程面临过多的约束条件，计算效率有所损耗。

确定整体战略配置方案主要包括两个步骤：**第一，利用马科维兹或其他模型确定公司整体战略资产配置备选方案。**以马科维兹模型为例，使用偿付能力充足率作为衡量整体风险的核心指标，在满足风险要求及其他约束条件的情况下确定最大化收益率的资产配置方案。其他约束条件包括监管和内部风险控制比例要求，流动性以及期限匹配等。通过设置满足风险要求下的不同的偿付能力充足率水平，能够得到若干备选方案。**第二，采取多指标综合打分体系筛选方案。**指标的选取与权重主要由公司根据投资目标与约束设定，指标可以包括风险调整资本回报率、基础情景净值增长率、压力情景净值增长率、流动性指标等。

2) 第二步：确定各产品投资账户的配置方案

保险资金配置要求资产与负债联动，因此负债端产品结构亦影响资产配置方案。在确定整体资产配置方案的基础上，保险公司对各产品投资账户进行资产配置，需要结合其负债特征，包括成本、久期、对资本市场变化的敏感性、资产规模及会计分类、监管及内部风险管理要求等。例如，承诺固定保证利率的传统险适合配置更多的固收类资产，而与市场变化更为紧密的分红险适合相对配置更多的权益类资产。同样地，使用马科维兹或其他模型对单产品投资账户资产配置方案进行最优化计算，并确保各账户配置方案加总与整体资产配置方案保持一致。

3) 第三步：通过长期动态模拟验证配置方案的有效性

根据各大类资产跨周期经济假设产生未来长期的随机经济情景，将随机经济情景输入资产负债联动模型（ALM），完成对投资收益、资产负债、利润等关键指标的模拟。模拟期限视负债端久期而定，寿险公司预测期至少为 20 年，重点关注投资收益率能否超越内含价值投资回报率假设、账户流动性等。通过逐月的资产负债数据联动和再投资，可以实现更为精准的长期资产负债联动预测以及流动性状况评价，从而验证配置方案的有效性。

由于负债端资金（保费）持续流入，因此需要动态考虑新业务带来的影响。对于寿险公司，若新业务的负债特性较存量业务没有显著差异，则可以仅针对现有存量进行战略资产配置；对于非寿险公司，则往往需要考虑新业务因素。

（三）战术资产配置（TAA）

战术资产配置的主要内容有：上一投资期运作回顾、宏观经济和 market 分析、战术资产配置确定、风险测量、调整方案。在战略资产配置的基础上进行战术资产配置，首先对上一投资期运作进行回顾与复盘，然后核心工作是对宏观经济与市场形势进行分析，在战略资产配置比例范围内，确定大类资产的二级配置，高配/低配/标配某类资产，形成新的战术资产配置方案，并测其总风险。

风险测量要测算资金的总风险和主动风险是否突破了风险政策规定的区间，突破上限反映方案过于激进，而突破下限则意味着投资不足。保险公司会在年初和每个季度给出配置方案的目标风险中枢和区间，水平和范围取决于负债端产品结构。如果公司的决策超过这个范围，则需要经过投决会的审议和批准。一般而言，由于险资对于安全性的要求

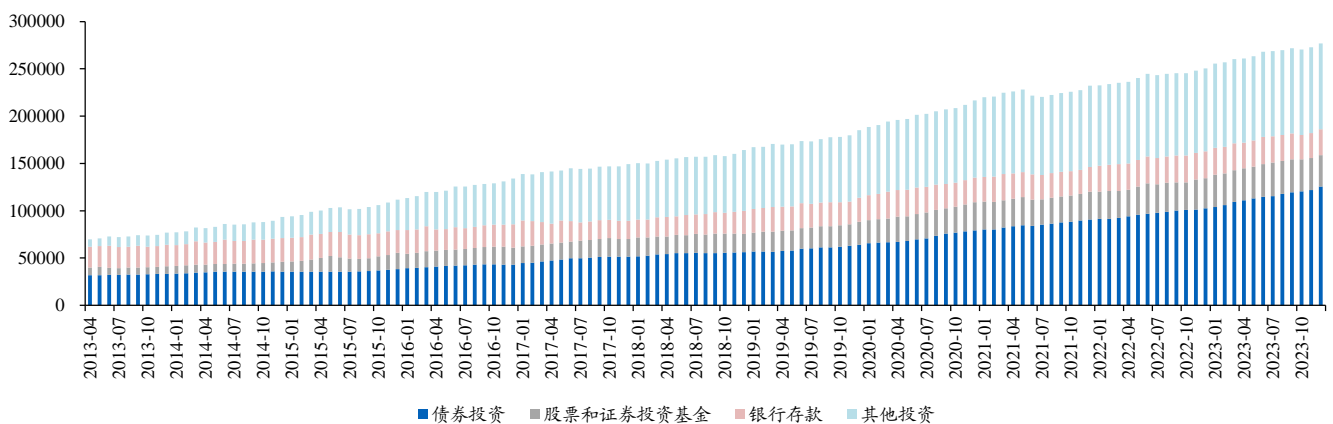
较高，原则上会多配置低波动资产，少配置高波动资产。

二、保险行业大类资产配置现状

保险资金配置主要有三个方向：**(1) 利率敏感性较低且不受公允价值波动影响的资产**，包括银行存款、非标资产等，这部分资产的作用是为投资提供安全收益。但近年来优质非标资产减少，为控制风险敞口，保险公司非标投资占比有所下滑。**(2) 利率敏感性较高且以公允价值计量的资产**，如利率债。这部分资产的作用除了获取对应的投资收益以外，还能够对冲负债端准备金受利率影响产生的价值波动，因此久期相对较长。**(3) 利率敏感性较低但以公允价值计量的资产**，如股票、不动产等，这部分资产的作用则是在既定的风险约束条件下，获取超额收益。

保险资金主要投向债券，2023 年股票和基金投资有所下滑。截至 2023 年 12 月，保险行业资金运用余额为 27.67 万亿，其中投向债券 12.57 万亿元，占比 45.4%，投向股票和基金 3.33 万亿，占比 12.0%，银行存款占比 9.8%。2013 年 4 月至今，随着保险资金投资范围的扩大，银行存款占比明显下滑，资金投资效率提升。在权益市场震荡背景下，2023 年保险行业债券投资占比较上年末+4.5pct，股票和基金-0.7pct。

图表 2 保险资金运用余额与配置情况（亿元）

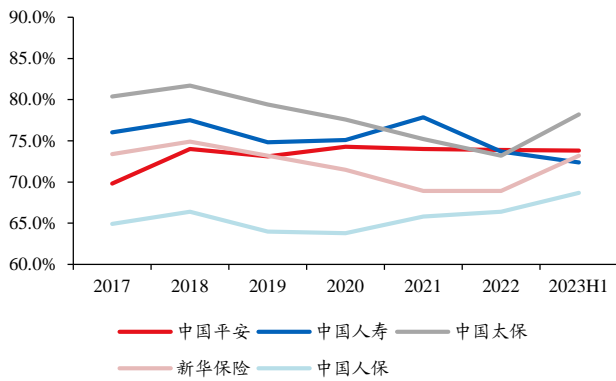


资料来源：金融监管总局，华创证券

上市险企大类资产配置结构与行业整体趋同，业务结构驱动风格小幅分化。2023H1 上市险企固收类资产配置比例在 69%-78%之间，其中债券配置 42%-57%；权益类资产配置比例 18%-28%之间，其中股票配置 3.4%-9.0%，基金 2.1%-8.2%。横向对比，以财产险为主的中国人保固收类资产配置比例显著低于其他上市险企，权益类偏高；太保呈现出来的投资风格较为保守，平安相对进取，预计与其集团国际化、市场化投资风格相关；纯人身险业务的国寿、新华投资风格较为相似。

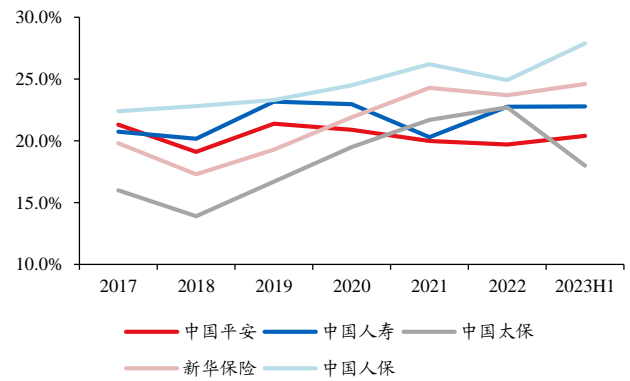
债券发挥投资压舱石作用，锁定长期稳定收益同时有助于收窄资产负债久期缺口。2023H1，平安/国寿/太保/新华/人保的债券配置比例分别为 57.4%/49.7%/48.3%/45.9%/42.2%。债券内部结构中，平安投向公司债在总投资资产中占比 1.7%，预计债券主要构成为国债、政府债等利率债；太保投向中国债、地方政府债、政策性金融债占比约 33.8%；人保内部结构较为均衡，国债及政府债/金融债/企业债分别对应 14.2%/14.7%/13.3%。

图表 3 上市险企固收类配置比例情况



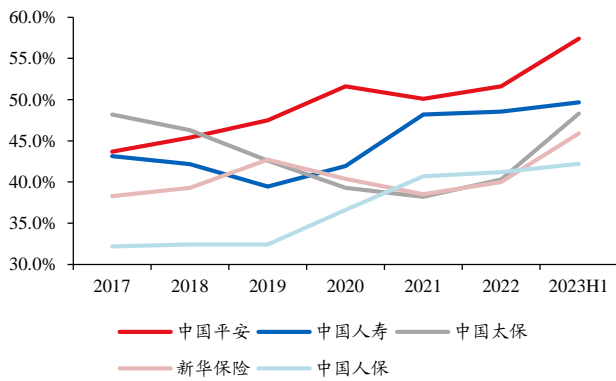
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 4 上市险企权益类配置比例情况



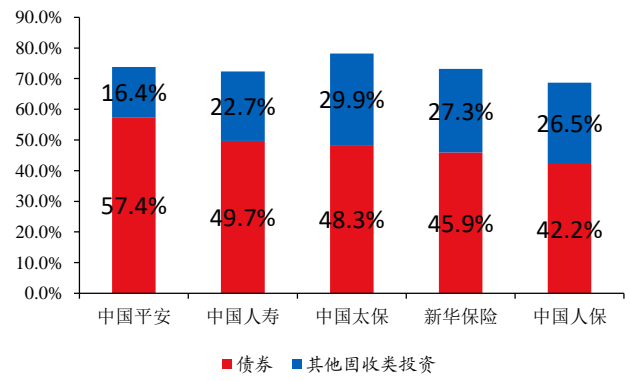
资料来源：各公司公告，华创证券

图表 5 上市险企债券配置比例情况



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 6 上市险企投资资产中国收类及其债券配置情况 (2023H1)

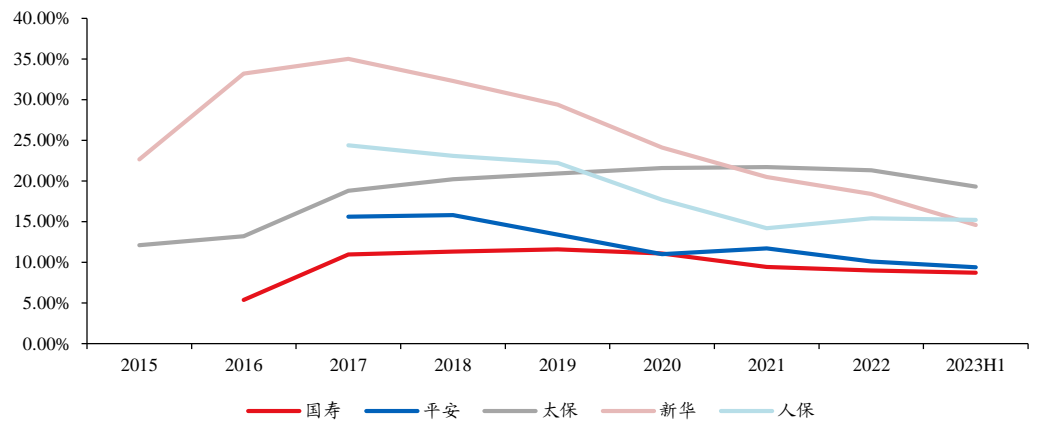


资料来源：各公司公告，华创证券

非标资产收益率下行，配置比例不断降低。过去保险公司大量配置高收益率的非标资产，2017 年新华非标资产占比曾一度高达 35%，收益率大多在 5% 左右。而目前符合要求、风险较低的非标资产收益率已经低至 4% 以下，例如信托计划、债券计划等非标收益率仅仅小幅高于信用债，配置性价比不断降低。因此，目前保险公司对非标资产的配置比例在不断降低，截至 2023H1 新华非标资产敞口缩减到 14.6%。

“资产荒”背景下预计非标转标，或为权益类资产带来增量。过去所投资到期的非标资产面临转投，大体方向上，我们预计资金会从非标资产转向配置债券、股票等标准化资产。一方面，在当前低利率环境下，预计保险资金对债券配置呈现中性，但长久期政府债券在缩短久期缺口方面的需求仍存，且考虑免税效应实际收益率将上行。另一方面，为了满足委托方的高收益率要求，预计险资将增加偏股权类资产的配置来代替非标资产，例如配置股票、股权投资计划等，从而实现增厚收益。

图表 7 上市险企非标资产投资占比变化情况



注：不同公司口径存在差异

资料来源：各公司公告，华创证券

三、险资权益配置的考量与约束

保险行业权益类资产配置比例预计低于规定上限，当前尚存提升空间。2023 年末保险业综合偿付能力充足率为 197.1%，根据《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》规定，当前对应权益资产/总资产比例上限为 25%，实际险资配置股票和基金比例约为 12.0%。虽然股票和基金中包含非股型基金，以及权益类配置中还包括股权类投资等，但参照上市公司权益配置结构，预计当前行业整体权益资产配置还有提升空间。结合监管引导长线资金入市，险资作为权益市场重要的潜在增量资金，在具备加仓条件下其权益配置的考量与约束值得探讨。

图表 8 综合偿付能力充足率对应的权益配置比例上限规定

上季末综合偿付能力充足率	权益类资产/总资产比例上限
小于 100%	不高于 10%
100% (含, 下同) -150%	不高于 20%
150%-200%	不高于 25%
200%-250%	不高于 30%
250%-300%	不高于 35%
300%-350%	不高于 40%
大于 350%	不高于 45%

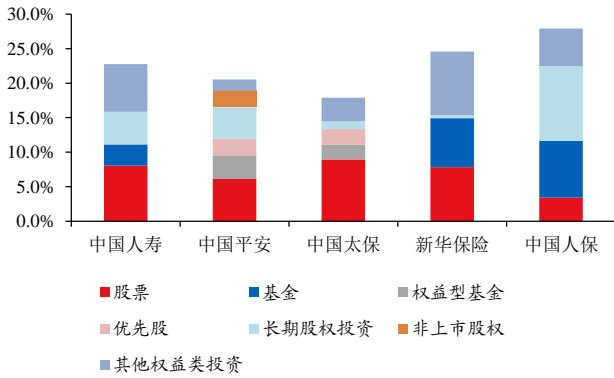
资料来源：中国政府网《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，华创证券

(一) 权益资产类别与会计计量方式

上市险企权益类占比在 18%-25%，结构差异较大，人身险以股票+基金为主。保险公司权益类资产主要分三类：(1) 股票和基金；(2) 非上市股权投资；(3) 长期股权投资和优先股。此外，其他权益类投资还包括理财产品、私募股权基金、股权投资计划等。2023H1 上市险企权益类资产配置比例在 18%-28%之间，同期综合偿付能力充足率均介于 200%-250%之间，对应权益类资产配置比例上限为 30%，当前或尚存提升空间。权益类资产结构来看，除中国人保以长期股权投资为主以外，其他上市险企均以股票+基金为主。

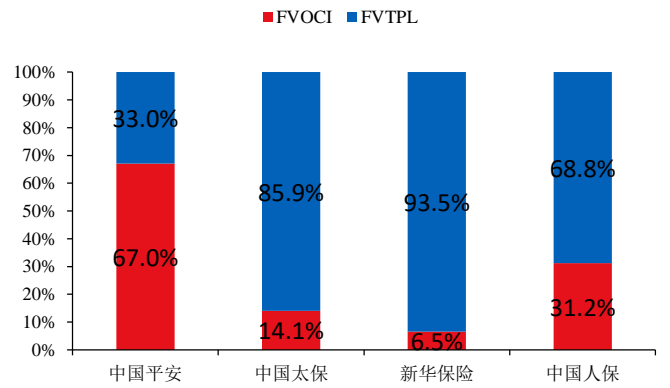
新准则下，权益类资产主要计入以公允价值计量且其波动计入当期损益（FVTPL）类别，此外还有以公允价值计量且其波动计入其他综合收益（FVOCI）类别与长期股权投资。对于 FVTPL，其公允价值波动产生的浮盈、浮亏直接影响当期损益；对于 FVOCI 类别，其公允价值波动产生的浮盈、浮亏不会影响当期损益，但是分红能够进入利润表。计入其他综合收益的金额不得再转入损益，应在终止确认时转入留存收益。

图表 9 上市险企权益类资产结构（2023H1）



资料来源：各公司公告，华创证券

图表 10 上市险企股票投资计量方式（2023H1）



资料来源：各公司公告，华创证券

(1) 股票的计量方式分为两类，分别是 FVTPL 和 FVOCI。对于刚切换为新金融工具准则（以下简称“19”）的上市险企而言，FVTPL 仍是主要的计量方式。平安自 2018 年开始实施 19，截至 2023H1，FVTPL 在其股票投资中占比仅 33.0%，远低于其他险企。基金没有选择权，在 19 的规定下只能放到 FVTPL 里计量。

(2) 对于非上市股权，即未形成重大影响、共同控制或者控制的股权类投资，适用 FVTPL 或者 FVOCI 计量。

(3) 长期股权投资中，对于形成控制的（子公司，一般为持股比例 50% 以上），使用成本法计量；对于共同控制（合营，一般持股比例为 50%）、或者重大影响（联营，一般为持股比例 20%-50%）的，使用权益法计量。长期股权投资遵从完全独立的准则，不管是子公司还是联营/合营企业形式，都不会受到新准则影响，核算方式不变。值得注意的是，如果使用分红险的资金进行长期股权投资，由于负债端基于公允价值波动，公允价值的差异会较大，从而引起净资产的波动。因此公司使用分红险资金投资长股投的时候，会更谨慎一点。此外，优先股适用于 FVOCI 计量方式。

综上，权益工具多数分类为 FVTPL。FVOCI 的指定需要满足特定的条件，新金融工具准则规定，“金融资产同时符合下列条件的，应当分类为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产：（一）企业管理该金融资产的业务模式既以收取合同现金流量为目标又以出售该金融资产为目标。（二）该金融资产的合同条款规定，在特定日期产生的现金流量，仅为对本金和以未偿付本金金额为基础的利息的支付。”即，指定为 FVOCI 的金融资产需要满足持有非交易性目的。交易性目的主要体现在三个方面：（1）取得目的主要是为了近期出售或回购；（2）有客观证据表明近期实际存在短期获利模式；（3）衍生金融工具。此外，购买方在适用《企业会计准则第 20 号——企业合并》的企业合并中确认的或有对价，也不适用于 FVOCI。

由于指定 FVOCI 意味着企业放弃公允价值浮盈对利润表带来的投资贡献，且指定选择不可撤销，因此企业在对股票等权益类资产进行会计计量时会在熨平报表波动和争取浮盈

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/685313114240011131>